

# Monthly Economist Report

2023 年の中国経済展望

—足元の消費動向から窺える中国経済の先行き

2023 年 3 月

PwC コンサルティング合同会社

PwC Intelligence シニアエコノミスト 菊田直孝



2022 年にはコロナ禍の影響を受けて急減速を余儀なくされた中国経済は、引き続き不動産市場の低迷や逼迫する地方財政といった課題を抱えており、今月開催された全国人民代表大会において李克強首相から発表された「政治活動報告」では、2023 年の実質経済成長率の目標が「5%前後」と 2 年連続で引き下げられたほか、少子高齢化などの中長期的な課題に対する具体的な言及は見当たらず、目先の経済安定に配慮した意図が窺える内容となっている。

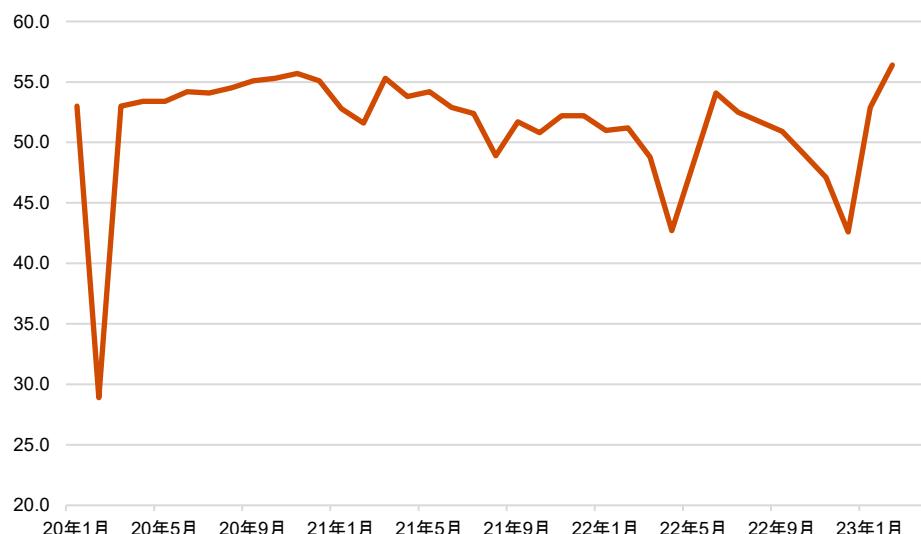
第 3 期目が本格始動する習近平政権の慎重かつ適切な政策運営が注目されるが、足元では不動産ほか固定資産投資の伸びも期待し切れず、外需を取り巻く環境も楽観視し難い中、ゼロコロナ政策解除に伴うリベンジ消費はじめ個人消費を牽引役とする経済回復を期待する声が多く聞かれている。

以下では、先日公表された 2023 年 2 月までの統計も踏まえつつ、今年の中国経済の先行きを展望するにあたって、特に目先の消費動向に関するポイントについて筆者の見解を述べていく。

## ゼロコロナ政策解除に伴い改善する消費者の先行きマインド

まずは足元の景況感を占うために図表 1 で購買担当者景気指数(PMI)をみると、2 月には 56.4 と、ここ 10 年余りで最も高い水準まで上昇した。

図表 1 購買担当者景気指数(PMI)の推移

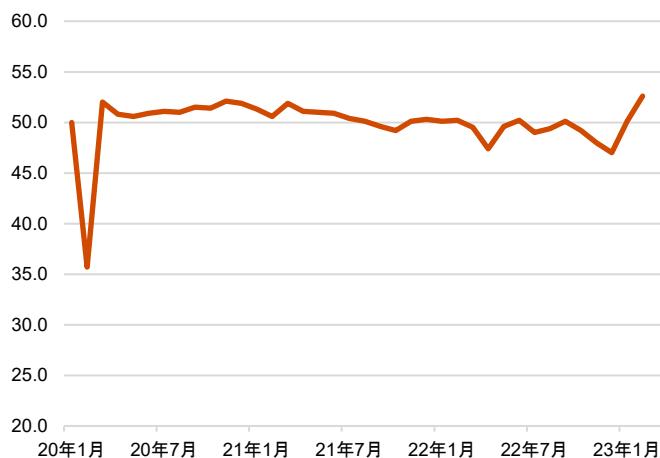


(出所)中国国家統計局より筆者作成。

製造業・非製造業別にみると、図表2の製造業PMIは、今年1月には企業活動拡大・縮小の基準となる50を超えて50.1となり、2月には52.6と更に上昇し、2012年4月以来の高水準を記録した。季節要因やコロナ禍における特殊要因もあり、今年は低い発射台からスタートしたことの一因であるが、1月の春節(旧正月)連休後に工場の生産再開の動きが加速したことが窺え、製造業全体のトレンドとしてまず堅調な回復を辿っている。

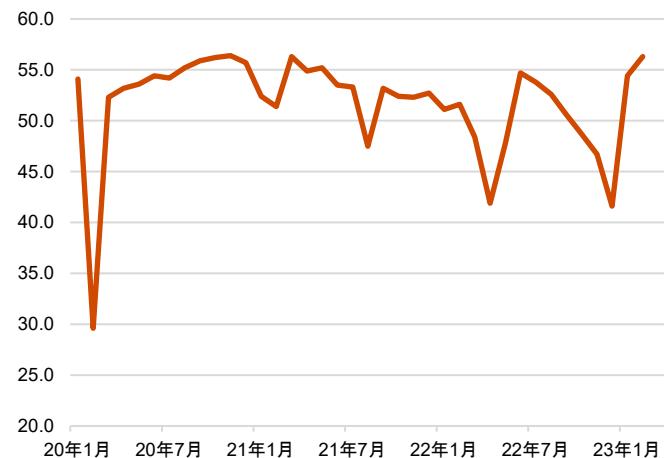
図表3で建設業およびサービス業を対象とする非製造業PMIをみると、今年1月の54.4から2月は更に56.3まで上昇し、2021年3月以来の高水準となっている。内訳をみれば、建設業はインフラ支出や不動産デベロッパー向け融資の拡大が寄与し、1月の56.4から2月は60.2に上昇し、サービス業も輸送・宿泊部門での改善に支えられ、1月の54.0から2月は55.6に上昇した。

図表2 製造業PMIの推移



(出所)中国国家統計局より筆者作成。

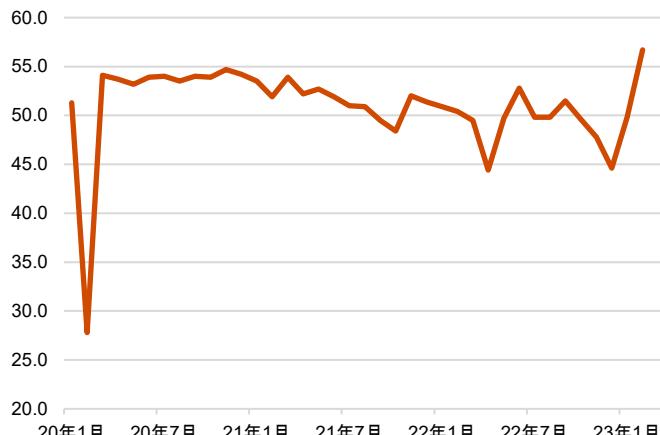
図表3 非製造業PMIの推移



(出所)中国国家統計局より筆者作成。

特に注目すべき点としては、製造業PMIの構成要素のうち製造業生産指数(図表4)が1月の49.8から2月には56.7に改善したほか、先行指標となる新規受注指数(図表5)も2月には54.1と2017年9月以来の高水準で着地しており、これらの指標からは製造業の先行きを取り巻く事業環境に明るい兆しが窺える。

図表4 製造業生産指数の推移



(出所)中国国家統計局より筆者作成。

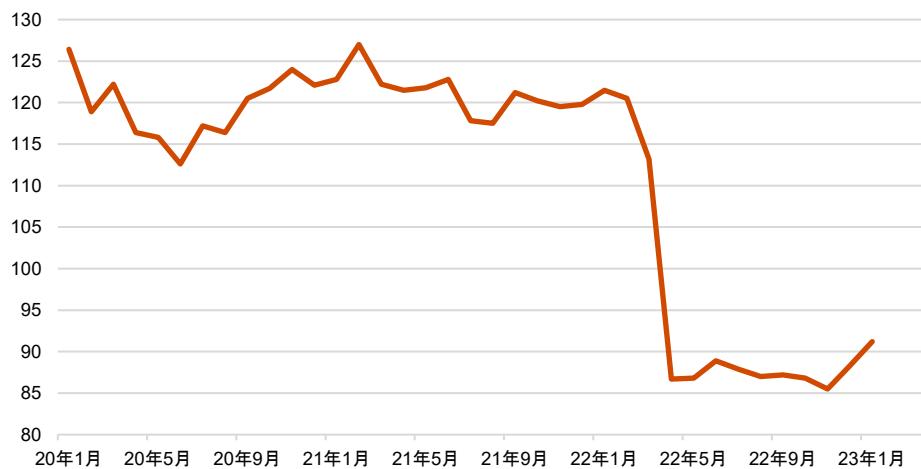
図表5 新規受注指数の推移



(出所)中国国家統計局より筆者作成。

また、消費者サイドの景況感を占うべく図表6で消費者信頼感指数をみると、今年1月は91.2ポイントと未だに100を割り込み水面下にはあるものの、昨年11月(85.5ポイント)に底打ちし、マインドは改善している様子が窺える。このように、未だ景気の本格回復までは道半ばの状態とはいえ、ゼロコロナ政策解除に伴い消費者や企業の間では今後の回復に対する期待感の高まりが実感される。

図表6 消費者信頼感指数の推移



(出所)中国国家統計局より筆者作成。

## 消費は足元プラスに転じるもの、引き続き足取りの重い耐久消費財の動き

こうして足元の景況感が改善し今後の回復に対する期待が高まる中、2023年1-2月の社会消費品小売総額(小売売上高)は前年同期比3.5%増加した。昨年12月以来ゼロコロナ政策から転換し、3年ぶりに厳しい移動制限が解かれた春節休暇を迎えた中での消費動向が注目されていたが、消費全体としてみれば2022年9月以来初のプラスで着地した。

次頁の図表7で項目別にみると、昨年来ます堅調に推移している食品(同+9.0%)や医薬品(同+19.3%)に加えて、帰省や旅行に伴う経済活動の活発化に伴い、これまでマイナス基調を辿っていた外食(同+9.2%)やアパレル(同+5.4%)、化粧品(同+3.8%)といった生活関連の項目がプラスに転じた。

その一方で、自動車(同-9.4%)やスマートフォンなど通信機材(同-8.2%)、家電製品(同-1.9%)といった耐久消費財の伸びは引き続きマイナスでの推移を余儀なくされた。自動車については、ガソリン車の車両取得税優遇政策と新エネルギー車の補助金が昨年末で打ち切りになることを見越した駆け込み需要の反動も需要落ち込みの要因の一つであったが、足元では大手EVメーカーに端を発する完成車メーカー各社の値引き合戦が激化する中、消費者の間ではもう一段の値下げを睨んだ買い控えの動きもあり、当面は本格的な需要回復は期待し難いものとみられる。

また通信機材や家電製品についても、不動産市場の低迷が続いている中、住宅の新規購入に伴う需要の伸びは期待し難い上、社会消費品小売総額の9割弱を占める都市部を主体に既にこれまでに“欲しくて必要なものは大体揃えている”消費者が多い。コロナ禍で厳しい外出制限を課されている中でも、オンライン販売等を有効に活用しながら日々の生活に必要なモノは購入してきたと考えられる。更には長引く景気低迷に伴い将来不安の高まりもある中、消費者は高額消費財に対して慎重なスタンスを続けており、需要が伸び悩んでいる様子が窺える。こうした消費構造や生活様式も踏まえると、コロナ禍の影響で長らく厳しい行動制限が課せられた中で醸成されていたとされるリベンジ消費は過度に期待すべきでないと考えるべきであろう。

図表7 社会消費品小売総額の項目別推移

(前年同月比、%)

	22年							23年
	1-6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1-2月
社会消費品小売総額	▲0.7%	+2.7%	+5.4%	+2.5%	▲0.5%	▲5.9%	▲1.8%	+3.5%
うち自動車以外	▲0.1%	+1.9%	+4.3%	+1.2%	▲0.9%	▲6.1%	▲2.6%	+5.0%
うちオンライン販売	+5.6%	+10.1%	+12.8%	+14.5%	+22.1%	+3.9%	+15.6%	+5.3%
うち一定規模以上(注)	+0.8%	+6.8%	+9.3%	+6.1%	▲0.5%	▲5.8%	▲1.3%	+2.1%
外食	▲7.7%	▲1.5%	+8.4%	▲1.7%	▲8.1%	▲8.4%	▲14.1%	+9.2%
うち一定規模以上(注)	▲7.8%	▲1.2%	+12.9%	+0.1%	▲7.7%	▲7.5%	▲17.8%	+10.2%
商品	+0.1%	+3.2%	+5.1%	+3.0%	+0.5%	▲5.6%	▲0.1%	+2.9%
うち一定規模以上(注)	+1.4%	+7.5%	+9.1%	+6.6%	+0.0%	▲5.7%	▲0.2%	+1.5%
食品	+9.9%	+6.2%	+8.1%	+8.5%	+8.3%	+3.9%	+10.5%	+9.0%
飲料	+8.2%	+3.0%	+5.8%	+4.9%	+4.1%	▲6.2%	+5.5%	+5.2%
たばこ	+6.7%	+7.7%	+8.0%	▲8.8%	▲0.7%	▲2.0%	▲7.3%	+6.1%
アパレル	▲6.5%	+0.8%	+5.1%	▲0.5%	▲7.5%	▲15.6%	▲12.5%	+5.4%
化粧品	▲2.5%	+0.7%	▲6.4%	▲3.1%	▲3.7%	▲4.6%	▲19.3%	+3.8%
金・宝飾	▲1.3%	+22.1%	+7.2%	+1.9%	▲2.7%	▲7.0%	▲18.4%	+5.9%
日用品	+1.3%	+0.7%	+3.6%	+5.6%	▲2.2%	▲9.1%	▲9.2%	+3.9%
家電製品	+0.4%	+7.1%	+3.4%	▲6.1%	▲14.1%	▲17.3%	▲13.1%	▲1.9%
医薬品	+9.7%	+7.8%	+9.1%	+9.3%	+8.9%	+8.3%	+39.8%	+19.3%
オフィス用品	+5.7%	+11.5%	+6.2%	+8.7%	▲2.1%	▲1.7%	▲0.3%	▲1.1%
家具	▲9.0%	▲6.3%	▲8.1%	▲7.3%	▲6.6%	▲4.0%	▲5.8%	+5.2%
通信機材	▲0.6%	+4.9%	▲4.6%	+5.8%	▲8.9%	▲17.6%	▲4.5%	▲8.2%
石油類	+14.2%	+14.2%	+17.1%	+10.2%	+0.9%	▲1.6%	▲2.9%	+10.9%
自動車類	▲5.7%	+9.7%	+15.9%	+14.2%	+3.9%	▲4.2%	+4.6%	▲9.4%
建築内装材	▲2.9%	▲7.8%	▲9.1%	▲8.1%	▲8.7%	▲10.0%	▲8.9%	▲0.9%
地域別								
都市部	▲0.8%	+2.7%	+5.5%	+2.5%	▲0.6%	▲6.0%	▲1.8%	+3.4%
農村部	▲0.3%	+2.6%	+5.0%	+2.3%	+0.2%	▲5.2%	▲1.3%	+4.5%

(注)年商20百万元以上の卸売企業、同5百万元以上の小売企業、および同2百万元以上の外食企業。

(出所)中国国家統計局より筆者作成。

ここで都市部・農村部別の社会消費品小売総額の伸び率を見ても、農村部は昨年10月以来、都市部対比で総じて高い水準で推移しており、今年1-2月にも相対的に強い伸びを示している。振り返ると、昨年12月にコロナ感染のピークを迎えていた都市部からの春節の帰省ラッシュに伴い、春節以後に内陸農村部で感染が拡大することを懸念する声も聞かれていたが、実際のところ春節後に地方経済が大きな混乱に陥ることはなかった。

振り返ると、昨年12月7日に中国国務院(内閣に相当)直轄の共同防疫対策本部が、全国の新型コロナウイルス対策のための10項目の緩和措置を盛り込んだ新しいガイドライン「新十条」を発表し、ゼロコロナ政策解除に向けて本格的に動き出した。これにより、これまで約3年間堅持してきた「強制的・定期的なPCR全員検査」と、あらゆる公共施設に入りする場合の「陰性証明提示」、「徹底した封鎖策」(コロナの感染拡大が発見された場合、住宅団地あるいは町や都市を丸ごと封鎖)といった一連の厳しい行動制限措置がほぼ廃止され、これを契機として中国各地で一気にコロナ感染が急拡大した。

加えて、例年であれば春節休暇に合わせて沿岸都市部から内陸農村部への民族大移動の帰省ラッシュが起こるのだが、今年は昨年来コロナ禍の影響から工場が生産調整・停止したり、レストランほかサービス産業でも多くの店舗が閉鎖状態になつたりしていたため、例年より前倒して帰省している出稼ぎ労働者が多かったことなどから、予想されていた以上に早い段階から内陸農村部でもコロナ感染が進んだ模様。もっとも、現下の新型コロナウイルスは感染力が強い一方で弱毒性であったことから、感染は急速に拡がったものの12月中にピークアウトしたものと考えられる。このような経緯を考えると、足元でコロナ禍を乗り越えつつ消費に回復の兆しが実感されているのは、政府による政策運営が奏功したというより、結果的に運良く乗り切れたとの見方もできるが、農村部での消費の伸びを期待する余地があることは消費全体の先行きを占う上で好材料の一つと考えている。

今後についても、社会消費品小売総額の 9 割弱を占める都市部が主体となり消費全体を牽引する構図は大きく変わらないとみているが、先述の通り、当面は高額な耐久消費財に対する需要が本格化することも期待し難い中、目先はゼロコロナ政策解除に伴い活発化が期待される外食をはじめとするサービス関連の消費動向に注目していきたい。尚、今後ウイルスの変異株が発生する可能性やその影響は勿論、そこで打ち出される政府当局の政策動向にも十分注意しておく必要があろう。

## 低位安定的に推移する物価

このように耐久消費財を中心に今一つ吹っ切れない消費動向が続いている中、2023 年 2 月の全国 CPI(消費者物価指数)は前年同月比 +1.0% となった。前月の同 +2.1% から伸び率が鈍化し、ゼロコロナ政策の下で厳格な移動制限が続いていた 2022 年 2 月以来の低い上昇率となった。

2 月の CPI 鈍化は、昨年の春節連休<sup>1</sup>が 2 月にあり、比較対象となる前年同月の価格水準が高いことも一因であるが、1 月の春節連休後に食品のほか、旅行などサービス消費が落ち着いたことに加え、先述の通り、自動車や家電製品など耐久消費財の販売回復の遅れが影響している。図表 8 で示す通り、昨年 10 月以来水面下にある住宅関連を除いて、総じて低位安定的に推移している。

尚、変動の大きい食品とエネルギーを除くコア CPI をみても同 +0.6% と、前月の同 +1.0% から鈍化している。

図表 8 CPI(消費者物価指数)のカテゴリー別推移

(前年同月比、%)

	22 年						23 年		
	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	23 年 1-2 月
CPI	+2.7%	+2.5%	+2.8%	+2.1%	+1.6%	+1.8%	+2.1%	+1.0%	+1.5%
都市部	+2.6%	+2.4%	+2.7%	+2.0%	+1.5%	+1.8%	+2.1%	+1.0%	+1.6%
農村部	+3.0%	+2.7%	+3.1%	+2.5%	+1.7%	+1.8%	+2.1%	+1.0%	+1.5%
食品	+6.3%	+6.1%	+8.8%	+7.0%	+3.7%	+4.8%	+6.2%	+2.6%	+4.4%
非食品	+1.9%	+1.7%	+1.5%	+1.1%	+1.1%	+1.1%	+1.2%	+0.6%	+0.9%
消費品	+4.0%	+3.7%	+4.3%	+3.3%	+2.3%	+2.6%	+2.8%	+1.2%	+2.0%
サービス	+0.7%	+0.7%	+0.5%	+0.4%	+0.5%	+0.6%	+1.0%	+0.6%	+0.8%
コア CPI	+0.8%	+0.8%	+0.6%	+0.6%	+0.6%	+0.7%	+1.0%	+0.6%	+0.8%
食品・たばこ・酒類	+4.7%	+4.5%	+6.3%	+5.2%	+3.0%	+3.7%	+4.7%	+2.1%	+3.4%
野菜	+3.4%	+6.0%	+3.6%	▲8.1%	▲21.2%	▲8.0%	+6.7%	▲3.8%	+1.3%
果物	+16.9%	+16.3%	+17.8%	+12.6%	+9.6%	+11.0%	+13.1%	+8.5%	+10.8%
豚肉	+20.2%	+22.4%	+36.0%	+51.8%	+34.4%	+22.2%	+11.8%	+3.9%	+7.9%
衣類	+0.7%	+0.6%	+0.5%	+0.5%	+0.5%	+0.5%	+0.5%	+0.7%	+0.6%
住宅関連	+0.7%	+0.6%	+0.3%	▲0.2%	▲0.2%	▲0.2%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%
生活用品及びサービス	+1.4%	+1.3%	+1.4%	+1.4%	+1.5%	+1.5%	+1.6%	+1.4%	+1.5%
交通・通信	+6.1%	+4.9%	+4.5%	+3.1%	+2.9%	+2.8%	+2.0%	+0.1%	+1.0%
教育・文化・娯楽	+1.5%	+1.6%	+1.2%	+1.2%	+1.3%	+1.4%	+2.4%	+1.2%	+1.8%
旅行	+0.5%	+0.1%	+1.9%	+2.4%	+3.8%	+3.9%	+11.2%	+3.0%	+7.1%
医療保健	+2.8%	+0.7%	+0.7%	+0.5%	+0.5%	+0.6%	+0.8%	+1.0%	+0.9%
その他用品及びサービス	+0.9%	+2.2%	+1.6%	+1.9%	+2.3%	+2.8%	+3.1%	+2.6%	+2.9%

(出所) 中国国家統計局より筆者作成。

カテゴリー別にみると、都市部・農村部の間に特段大きな差は見受けられず、昨年来ほぼ相似のトレンドを辿ってきているが、食品・非食品別にみると、食品は 2 月に同 +2.6% 上昇し、前月の同 +6.2% から大きく減速した一方で、非食品は 2 月に同 +

<sup>1</sup> 2023 年の春節休暇は 1 月 21~27 日で、2022 年は 1 月 31 日~2 月 6 日であった。

0.6%と前月の同+1.2%から減速しているが、食品と比較すると昨年後半から低位安定的に推移してきている。尚、今年 2 月の CPI(同+1.0%)において食品価格と非食品価格がそれぞれ同 0.5%ポイントずつ寄与していると試算されている。

食品の中で生鮮食品の価格は、気温の上昇に伴う供給増加を背景に大部分の品目の価格が下落しており、今年 1 月には一旦プラスとなっていた野菜(同-3.8%)が再び下落に転じた。また果物(同+8.5%)のほか、イモ類(同+14.4%)、卵(同+7.9%)、鶏肉(同+6.4%)の価格も上昇したが、伸び率はいずれも前月より低下しており、食品全体で総じて落ち着いた動きを見せている。

ここで注目すべきは、中国の食肉消費の約 6 割を占めており、中国人の食卓に欠かせない豚肉である。中国の CPI は “Chinese Pig Index”とも言われるほど豚肉価格の動向が CPI に与える影響は大きい。2 月の豚肉は同 3.9% 上昇したが、伸び率は 7.9% ポイント低下した。昨年はウクライナ危機や世界的な天候不順の影響を受けた穀物価格の高騰から飼料コストが上昇し、採算悪化を理由に廃業する養豚業者もあり養豚の総数が減ったほか、食肉価格の値上がりを狙い敢えて出荷を抑えるような養豚業者もあり、豚肉需給がタイト化した。豚肉需要が特に旺盛な 9 月の中秋節や 10 月の国慶節の時期に豚肉価格は高騰し、10 月には同+51.8% に達していた。こうした状況下、中国当局は豚肉の備蓄在庫を放出したり、中国国家発展改革委員会が養豚業者を集めて会議を開催し安定供給を求めたりといった動きを重ねてきた結果、豚肉の供給量は持ち直してきている上、秋冬の需要期や春節が過ぎた足元での豚肉価格は落ち着いてきている。とはいえ、今後も豚肉の需給バランスは勿論、飼料となる穀物価格の動向次第では豚肉価格が不安定となる可能性は払拭できず、これが食品価格全体に与える影響は大きいだけに、引き続き動向は注目していく必要がある。

非食品の分野についてみると、衣類(1 月: 同+0.5% → 2 月: 同+0.7%) や医療保健(1 月: 同+0.8% → 2 月: 同+1.0%) が微増となった以外は、生活用品及びサービス(1 月: 同+1.6% → 2 月: 同+1.4%)、交通・通信(1 月: 同+2.0% → 2 月: 同+0.1%)、教育・文化・娯楽(1 月: 同+2.4% → 2 月: 同+1.2%) はいずれも前月比低下した。

教育・文化・娯楽の中でも旅行に注目すると、1 月は春節連休シーズンで一時的に大きく盛り上がり同 11.2% 上昇したが、2 月には同+3.0% に落ち着いて着地している。今後もゼロコロナ政策解除に伴い盛り上がりが期待される消費需要の代表格の一つとして旅行需要の顕在化が挙げられるが、春節時の民族大移動といった特殊要因を超える材料は見当たらず、然程強い動きとはならないものと考えている。

また、2023 年 2 月の全国 PPI(生産者物価指数)は前年同月比-1.4% となり、前月の同-0.8% からマイナス幅が拡大して着地した。図表 9 でカテゴリー別に見ると、生産財は同一-2.0% と前月より下落幅は拡大しており、消費財は同+1.1% とプラスを維持しているが、前月(同+1.5%)から 0.4% ポイント下落している。特に海外需要の伸び悩みや中国国内の不動産不況を背景とする資源価格の軟化を主な要因として、生産財の中でも川下に位置する加工が水面下で推移しており、2022 年 10 月以降 5 カ月連続でマイナス基調を続けていることからも、企業各社が最終製品の価格に転嫁し切れていない様子が窺える。

図表 9 PPI(生産者物価指数)のカテゴリー別推移

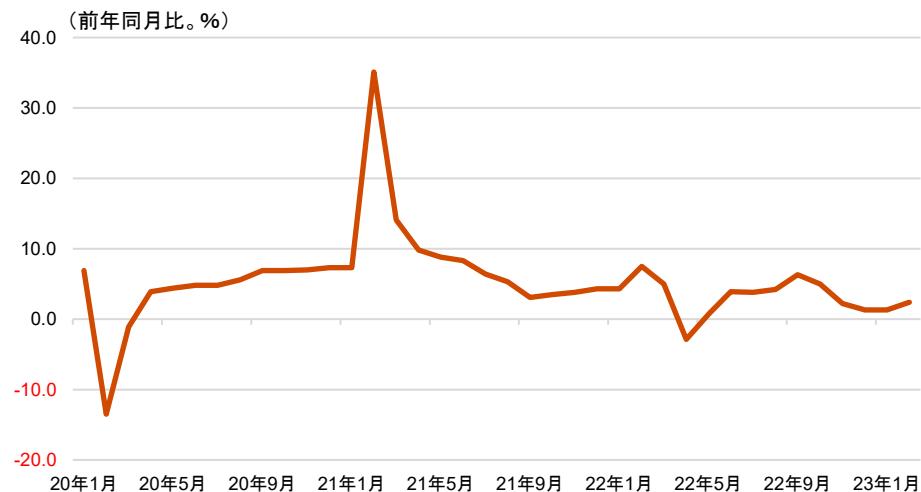
	22 年						23 年		
	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	23 年 1-2 月
PPI	+4.2%	+2.3%	+0.9%	▲1.3%	▲1.3%	▲0.7%	▲0.8%	▲1.4%	▲1.1%
生産財	+5.0%	+2.4%	+0.6%	▲2.5%	▲2.3%	▲1.4%	▲1.4%	▲2.0%	▲1.7%
採掘	+18.8%	+10.1%	+3.5%	▲6.7%	▲3.9%	+1.7%	+2.0%	+0.3%	+1.1%
素材	+11.4%	+7.8%	+5.8%	+1.2%	+0.3%	+1.2%	▲0.1%	▲1.3%	▲0.7%
加工	+0.9%	+0.7%	+1.9%	▲3.5%	▲3.2%	▲2.7%	▲2.3%	▲2.6%	▲2.4%
消費財	+1.7%	+1.6%	+1.8%	+2.2%	+2.0%	+1.8%	+1.5%	+1.1%	+1.3%
食品	+3.7%	+3.7%	+4.1%	+4.6%	+3.9%	+3.2%	+2.8%	+2.6%	+2.7%
衣類	+2.1%	+2.2%	+2.3%	+2.5%	+2.3%	+2.4%	+1.9%	+1.6%	+1.8%
日用品	+1.5%	+1.5%	+1.6%	+1.6%	+1.4%	+1.3%	+1.2%	+0.7%	+1.0%
耐久消費財	▲0.3%	▲0.6%	▲0.6%	+0.2%	+0.4%	+0.6%	+0.3%	▲0.2%	+0.0%

(出所) 中国国家統計局より筆者作成。

図表10で鉱工業生産の動きをみると、ゼロコロナ政策解除に伴い工場労働者の出勤制限もなくなった1-2月には前年同期比+2.4%と昨年12月(同+1.3%)から持ち直しの兆しへ窺えるものの、2022年通年の伸び(前年比+3.6%)にも届かない水準に止まっている。

主要產品の生産量をみると自動車は前年同月比-14.0%、パソコンは同-21.9%と前年同月を大きく下回る水準にあるなど、耐久消費財の分野では未だ在庫調整から抜け出し切れておらず、足元の消費の力強さにも鑑みれば、本格的な生産回復に至るまでには今暫く時間を要しよう。

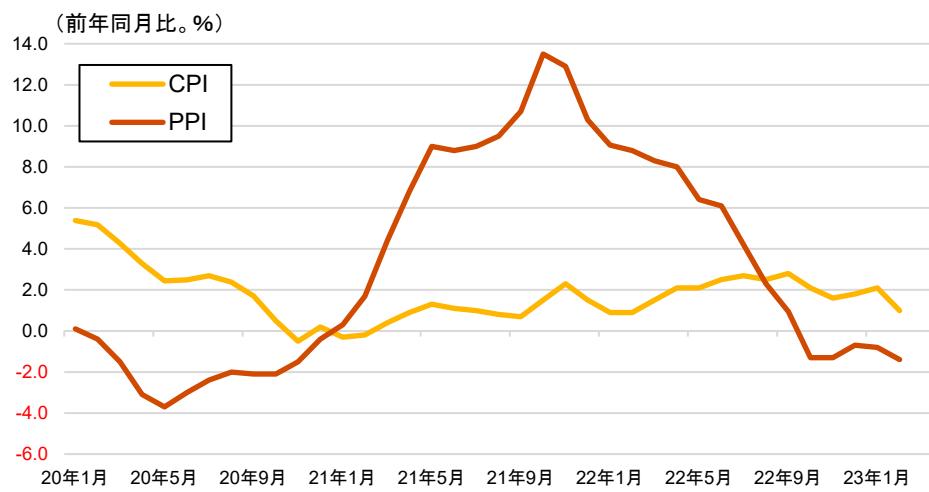
図表10 鉱工業生産の推移



(出所)中国国家統計局より筆者作成。

以下図表11でCPI(消費者物価指数)とPPI(生産者物価指数)の推移を比較すると、昨年9月以降、CPIが低位で推移している以上にPPIが水面下の状態を続けている。資源価格高騰の影響を受けて昨年中旬までPPIは上昇トレンドを辿ったが、需要が伸び悩む中で川下への価格転嫁が思うように進展せず企業各社は採算悪化に直面しており、鉱工業企業の営業利益率をみると、昨年1-6月の6.53%をピークに通年では6.09%(12月単月ベースを試算すると4.9%)まで下落している。

図表11 全国 CPI(消費者物価指数)とPPI(生産者物価指数)の推移



(出所)中国国家統計局より筆者作成。

今後コロナ禍でのサプライチェーンの混乱が落ち着きを取り戻すに伴い、生産者が投入コストの上昇を消費者に転嫁する動きも想定され、これらがインフレ圧力の高まりに繋がるシナリオもあるだけに、在庫調整の進展度合いや最終消費の動向には引き続き注目しておく必要があろう。

## 景気回復に伴う物価動向を睨みつつ、小刻みの金融緩和策

以上みてきた通り、中国国内需要は外食や旅行などサービス消費にはコロナ禍からの復調の兆しが窺える一方で、自動車やスマートフォンなど耐久消費財の売れ行きは鈍いなど、景気持ち直しのペースはセクターごとにばらつきがある上、生産・流通サイドにおいて在庫調整は道半ばの状況にあるため、結果として、中国ではインフレ圧力は抑制されている。

ゼロコロナ政策解除を背景として経済活動が本格化するに伴い今後数カ月に亘り中国の消費者物価に上昇圧力が加わるとしても、足元での吹っ切れない経済状況をみる限り、中国において急速な物価高騰のシナリオは想定し難く、世界的なインフレ圧力の増大に即直結するような事態には繋がらないと考えている。中国人民銀行(中央銀行)の易綱総裁は、今年もインフレを制御可能との見通しを示しつつ、安定的な金融政策を維持することを示唆しているが、足元でのインフレ圧力の落ち着きを踏まえると、軟調な CPI により政府当局は追加の金融緩和策を打ち出す余地が与えられていると考える。

こうした中、中国人民銀行は今月 17 日、一部の小型地銀を除く市中銀行の預金準備率を 27 日から 0.25% 引き下げる発表した。預金準備率<sup>2</sup>の引き下げは昨年 4 月と 12 月の各 0.25% に続くもので、今年に入ってから初めてとなる。筆者としては、足元のインフレ圧力も抑制されている上、中国当局による金融政策発表の過去パターンも踏まえると、春節の影響を受ける 1-2 月実績だけでなく 3 月の数字も含めた第 1 四半期の内容を確認した上で 4 月中旬以降に何らかの金融緩和策を打ち出していくと予想していたが、予想より早いタイミングでの動きを感じられた。

政府当局では実体経済に対して決して楽観視しておらず、今年の目標とする通年の GDP 成長率 5% 程度の実現を不安視する見方も根強いのかもしれない。加えて、先般の米シリコンバレー銀行(SVB)の破綻を契機に世界経済の減速懸念が強まり、今回の引き下げに繋がった可能性もある。即ち、足元のインフレ圧力は程良く抑制されている中、米国の利上げ圧力が減退し元安が進みにくいタイミングであれば資金供給しながら為替安定も維持できるため、中国当局としても金融緩和を打ち出しやすい地合いにあったようにも思われる。

預金準備率の 0.25% 引き下げにより市中に約 5,000 億元(約 700 米億ドル)の長期流動性が供給されることとなり、昨年までのゼロコロナ政策の後遺症で未だ回復の勢いが乏しい国内景気を下支えする狙いがある。中国人民銀行は今回の預金準備率引き下げの目的として、①物価動向の変化と物価安定の維持のほか、②主要先進諸国経済の金融政策と内外のバランスを注視するとしつつ、金融機関の資金ポートフォリオの最適化および安定的な資金源の増加を挙げている。具体的にはコロナ禍の影響を受けて厳しい業況を余儀なくされている中小・零細企業の資金繰りサポートが念頭にあり、せっかくの資金が不動産投資等への「ばらまき」に向かわないよう注視する考えを示している。

中国人民銀行としては市中の銀行システムの流動性は既に十分な水準にあるとの認識を示しつつも、昨年夏以降には中国人民銀行から市中の商業銀行へ資金を貸し出し、中小・零細企業や農業関連といった特定分野向けの貸出増加を狙うツールを導入するなど、資金の偏在を解消し中国国内の安定的な金融環境の整備に注力している。預金準備率の引き上げ・引き下げは、中国当局が過去から活用している主要な金融政策の一つで、今後も経済全体に影響を及ぼす手段として活用されると共に、上述のような特定の貸出ターゲットに的を絞った対策が同時並行的に打ち出されていくとみられ、引き続き実体経済への影響を適宜確認しつつ、こうした小刻みの政策打ち出しが想定されよう。

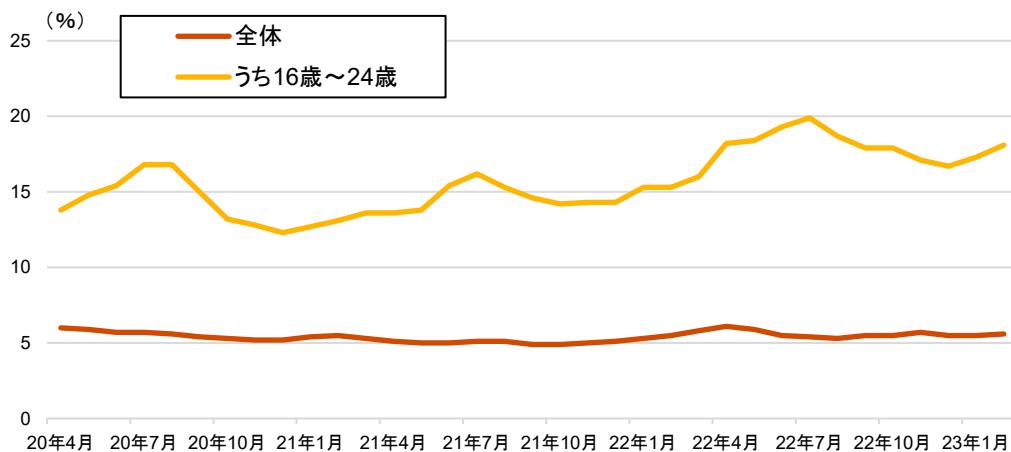
<sup>2</sup> 預金準備率は、市中銀行が人民銀行に預け入れる預金の割合を示し、これを引き下げるにより市中銀行が人民銀行に預けるお金が減り市中に出回るお金が増えるため、銀行の貸出余力が高まり、企業融資の拡大に繋がる効果が期待される。

## 高止まりする若年失業率は先行きの懸念材料

以下では景気回復の先行きを占うために、中国が根深く抱える構造的な課題の一つであり、足元で高止まりしている失業率の問題について検討したい。中国経済の動向をみるにあたって、物価と雇用は重要なファンダメンタルズであり、雇用が不安定化すると将来の生活不安から貯蓄性向が高まり、個人消費の持ち直しにも影響するだけに、先述の物価動向と共に注目しておくべき観点である。

こうした認識の下で図表12の都市部失業率<sup>3</sup>を見ると、今年2月は5.6%と前月比+0.1%ポイント上昇した。春節休暇がある月には一旦離職し帰省する出稼ぎ労働者も多く、失業率が上振れしやすい傾向があるとはいえ、相変わらず高水準で推移している。この中でも特に懸念されるのが若年失業率で、2月には18.1%まで上昇した。5人に約1人が失業という厳しい状態である。中国では、地方政府により定められる失業保険の額が少ないため、給与カットを受け入れても残留を選ぶ労働者が少くないことも勘案すると、実体的には表面の数字より深刻な雇用環境を余儀なくされているとも考えられる。

図表12 都市部失業率の推移



(出所)中国国家統計局より筆者作成。

若年失業率は、新型コロナの感染拡大に伴う2020年と2022年の上昇が顕著である。即ち、2020年は湖北省武漢市に端を発する感染拡大、2022年は上海市で感染拡大に伴う都市封鎖(ロックダウン)といった理由から経済成長が大きく落ち込み、若年労働力に対する需要に深刻な影響が及んだ。

更に、近年は高等教育の大衆化により大学入学者は増え続けており、2022年の大卒(短期大学と大学院含む)は前年比167万人増の1,076万人と、初めて1,000万人の大台を超えた。中国教育部によれば、2023年の大卒は1,158万人に達すると予測されており、今後10年は大卒者1,000万人超が続く見込み。大卒人材は総じてホワイトカラーの志向が強いが、約4分の1が就職を希望しているIT業界は既に飽和状態となっており、業績悪化に伴い人員削減を進めている企業も多い。

その一方で、中国の求人倍率はここ数年上昇基調を辿っており(2019年:1.25倍、2020年:1.46倍、2021年:1.57倍)、失業率のトレンドと整合しない動きとなっている。こうした背景には、上述の通り、大卒者のホワイトカラー志向が強く自動車など製造現場のブルーカラー職種の人出不足は続いているほか、コロナ禍で日常生活を送る中で不可欠な存在として再認識された配達員や商品販売員といった職種でも人手不足が深刻化しており、労働需給のミスマッチの問題も根深く存在している。

<sup>3</sup> 失業者の定義:過去3ヶ月間求職活動しており、適切な仕事があれば2週間以内に働き始めることができる人。

加えて、中国では解雇にあたっては勤続年数に応じた補償金支払いが義務化されているため、若年層は解雇されやすい傾向にある。こうした構造的な問題に直面する中、状況改善のためには言うまでもなく景気回復が有効な解決策となるが、本格的な景気回復は期待し難く、これが長期化すると貧困や格差といった問題に加え、将来に向けた人材育成にも支障をきたし社会の不安定化を誘発することになるだけに、政府当局が打ち出す政策動向も含め、若年失業者を取り巻く雇用環境には引き続き注視していく必要がある。

## 今後の展望－消費・物価動向を睨みつつ小刻みな金融政策打ち出しを予想

以上みてきた通り、足元の中国ではゼロコロナ政策解除後の景気回復に対する期待値と消費実態とが噛み合っておらず、明確な方向感が今一つ定めにくい環境にある。PMI や消費者信頼感指数といった先行指標から推察する限りでは、景気回復を期待する明るい兆しも窺えるものの、景気回復の牽引役としてリベンジ消費も含めた消費の伸びについて楽観視する状況ではないのが実情と考えている。実際、3 月中に預金準備率引き下げの実施に踏み切るなど、目先の景気下支えを見据えた金融緩和策を打ち出してきたことからも、政府当局の景気先行きに対する危機感が窺える展開となっている。

先般の全人代で李克強首相が読み上げた「政府活動報告」では、2023 年は財政赤字の名目 GDP に対する比率を 3.0% とし、2022 年の 2.8% から引き上げ、積極財政のスタンスを取っている。また産業政策の面では、経済のデカップリング(分断)に備え、現体制の指導の下で科学技術の「自立自強」を進め、半導体はじめハイテク産業の育成を図る方針とするほか、デジタル化やスマート化、グリーン化といった観点も見据えた産業構造の高度化を目指している。こうした中国経済の中長期的な成長に向けた施策を着実に具体化させていくためにも、足元の経済を安定的に推移させることが重要であり、目先の消費や物価動向を踏まえた適切な金融政策が果たす役割は大きいと考えている。

預金準備率の引き上げ・引き下げは政策金利の調整と共に、中国当局が過去から活用している伝統的な金融政策であり、金融機関の貸出余力を高めて市中の流動性を確保するための有効なツールとして、今後も実体経済に応じて適宜打ち出されると筆者は考えている。但し、中国経済が中長期的に安定成長を果たすためには、こうした量的アプローチに止まらず、先述の若年失業率の問題のほか、コロナ禍の影響で厳しい環境に直面する企業セクターを支えつつ経済や社会の安定を図る必要があり、これを実現するためにも特定分野に的を絞った資金提供のサポート等、質的な観点も踏まえた政策が同時並行的に打ち出されていくことになろう。

今後も消費の盛り上がりに欠け、吹っ切れない経済環境が続く場合は、二の矢三の矢として預金準備率の追加引き下げや利下げといった政策カードが切られることになるだろうが、足元では春節休暇に係る影響を多く受け、実態ベースの経済環境が見極め難い状況にあるだけに、こうした春節の影響が払拭され解像度が高まる 3 月の指標を基に経済回復の実態を踏まえ、小刻みな金融政策の追加打ち出し等を通じてファインチューニングするような展開が想定される。4 月中旬に公表される第 1 四半期の経済実績を確認しつつ、今後いかに金融緩和に向けた舵を切ることになるのか見極めていく必要があろう。

西田 直孝

シニアエコノミスト

PwC Intelligence

PwC コンサルティング合同会社

PwC コンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-2-1 Otemachi One タワー Tel:03-6257-0700

©2023 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure) for further details. This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.